

MUTUALITÀ E CAPITALE NELLE COOPERATIVE

a cura di AMEDEO BASSI e SABINO FORTUNATO

412

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**



GIUFFRÈ EDITORE

MUTUALITÀ E CAPITALE NELLE COOPERATIVE

ATTI DEL CONVEGNO DI STUDIO

Bari, 19 e 20 aprile 2013

a cura di

AMEDEO BASSI e SABINO FORTUNATO



GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 9788814221415

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2017

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Stampato da LegoDigit s.r.l. - Lavis (TN)

INDICE

<i>Presentazione</i>	VII
--------------------------------	-----

RELAZIONI

AMEDEO BASSI, <i>Un bilancio della riforma dello scopo mutualistico dieci anni dopo</i>	3
SABINO FORTUNATO, <i>Patrimonio, capitale sociale e mutualità (a margine del saggio di Umberto Belviso)</i>	13
MASSIMO DI RIENZO, <i>Principi e regole di patrimonializzazione delle società cooperative</i>	19
MARCO LAMANDINI, <i>Gli strumenti finanziari nelle cooperative (qualche riflessione per i tempi di crisi)</i>	43
GIANVITO GIANNELLI, <i>Utiles e ristori</i>	65
GUIDO BONFANTE, <i>L'«altra» mutualità (lo scopo mutualistico: dal nulla alla gestione di servizio)</i>	87

TAVOLA ROTONDA

MICHELE CASTELLANO, <i>Il capitale sociale nelle società cooperative</i>	107
ROBERTO GENCO, <i>Mutualità e organizzazione cooperativa</i>	121
GIORGIO MARASÀ, <i>Governo e “controllo” delle banche popolari prima e dopo le recenti modifiche del t.u.b. e del t.u.i.f. (art. 23-quater, l. 221/2012) con una postilla di aggiornamento</i>	133
GABRIELE RACUGNO, <i>Il governo delle società cooperative. Il voto, i patti parasociali, i covenants</i>	153

RELAZIONE DI SINTESI

RENZO COSTI, <i>Mutualità e capitale nelle cooperative</i>	139
--	-----

MARCO LAMANDINI

GLI STRUMENTI FINANZIARI NELLE COOPERATIVE (QUALCHE RIFLESSIONE PER I TEMPI DI CRISI)

SOMMARIO: 1. Una tesi a mo' di incipit. — 2. Le premesse note: il disegno della riforma del 2005 e l'originario scopo di incentivazione dell'accesso delle cooperative, anche a mutualità prevalente, ad un più ampio mercato del capitale (di rischio e di debito). — 3. Il ruolo dell'autonomia statutaria e le disposizioni in tema di obbligazioni emesse da piccole e medie imprese di cui alla legge 7 agosto 2012 n. 134 (c.d. Decreto Crescita). — 4. Qualche spunto d'esperienza circa l'uso che il movimento cooperativo mostra di aver fatto degli strumenti finanziari nel decennio appena trascorso e le prospettive future. Quale finanza cooperativa per i tempi di crisi?

1. *Una tesi a mo' di incipit.*

Questa mia relazione intende, provocatoriamente, suggerire che: (i) la riforma del diritto societario ha opportunamente apprestato un sistema ordinamentale complesso in relazione al problema della finanza cooperativa con visione anticipatrice rispetto ai comportamenti allo stato esistenti e alle “sfide” che sul punto attendono la stessa *industry*; (ii) il mondo cooperativo ha ciononostante tardato ad utilizzare gli strumenti resi disponibili dal legislatore adagiandosi su vischiosi paradigmi d'azione condizionati dalla *path dependency*, perpetuando in tal modo, nei fatti, un sostanziale isolamento dal capitale finanziario (di rischio o di debito) e restando così ampiamente dipendente dall'intermediazione bancaria; (iii) la crisi finanziaria ed economica in atto rischia di esigere un prezzo altissimo dal sistema cooperativo per questa “miopia” finanziaria; (iv) dieci anni dopo la riforma sono in opera le condizioni di mercato che potrebbero imporre alle cooperative, loro malgrado, di cogliere i frutti più maturi della riforma del regime della finanza cooperativa al fine di mitigare taluni rischi sistemici e di affrontare utilmente taluni processi di ristrutturazione finanziaria; (v) il legislatore è tuttavia chiamato a completare il quadro disciplinare di riferimento, specialmente con regole di favore in relazione al prestito soci e alla diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari di rischio e di debito emessi dalle cooperative (sul modello della facilitazione ora prevista per il *crowdfunding*).

Conviene prendere le mosse da una rappresentazione dello stato della disciplina vigente.

2. *Le premesse note: il disegno della riforma del 2003 e l'originario scopo di incentivazione dell'accesso delle cooperative, anche a mutualità prevalente, ad un più ampio mercato del capitale (di rischio e di debito).*

Non v'è dubbio che uno degli aspetti più qualificanti della riforma di diritto societario del 2003 abbia riguardato la struttura finanziaria delle società cooperative, per quanto la nuova disciplina sia stata — non a torto — descritta come “uno dei rompicapo più complessi dell'intera riforma” (1). La legge di riforma, come è ben noto, ha ampliato assai significativamente, in materia, lo spazio rimesso all'autonomia statutaria. E ciò sia per le cooperative a mutualità prevalente sia per le cooperative a mutualità non prevalente. Infatti, opportunamente “interpretando” il mandato ricevuto con la legge delega, il legislatore delegato ha dettato un nuovo regime degli strumenti finanziari emessi dalle cooperative che si è aggiunto e si è venuto discostando anche significativamente dal precedente, fortemente costrittivo, dettato dalla legge n. 59 del 1992 (di cui, peraltro, non ha determinato la “morte” neppure nell'applicazione concreta, dal momento che a livello pratico si è continuato a fare ampio uso della categoria dei soci sovventori previsti dalla legge n. 59).

Il regime di cui all'art. 2526 c.c. inoltre — malgrado l'ambiguo tenore della delega contenuta nell'art. 5 della legge 3 ottobre 2001 n. 366 e in particolare nell'art. 5, co. 2, lettera b) che testualmente si riferiva alle sole “cooperative diverse da quelle di cui al comma 1, lettera b)” — è risultato dettato in modo tendenzialmente unitario per entrambi i due sotto-tipi di cooperative (quali risultano individuati in base ai “criteri per la definizione della prevalenza” previsti dall'art. 2513) (2). In tal modo si è opportunamente ottenuto che anche l'impresa cooperativa a mutualità prevalente potesse beneficiare della riforma della struttura finanziaria, con il duplice risultato, da un lato, di incentivare anche per essa il ricorso a capitale di

(1) PRESTI, *Gli strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, 3, Milano, 2005, 3521; v. anche COSTI, *Gli strumenti finanziari delle nuove cooperative, profili di disciplina*, in *Banca Borsa*, 2005, I, 117; LAMANDINI, *Gli strumenti finanziari della cooperativa*, in *Commentario del diritto societario* a cura di Marchetti, Bianchi, Notari e Ghezzi, volume cooperative a cura di Presti, Giuffrè Editore e Egea, 2007, p. 203-225, pubblicato anche su *Riv. dir. comm.*, nn. 1-2-3/2006, p. 209-234. Per un'ampia trattazione monografica, v. CUSA, *Il socio finanziatore delle cooperative*, Milano, 2006, 25 ss. e in specie 145 ss.

(2) Per una diffusa giustificazione di questa (assai opportuna) scelta legislativa, v. Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in *Riv. soc.*, 2003, in specie 164-165

rischio e di debito esterno e, dall'altro lato, di apprestare, anche per l'impresa a più forte vocazione mutualistica, una struttura organizzativa idonea a competere, sul mercato dei capitali, con la società per azioni e con la cooperativa a mutualità non prevalente. Permane, naturalmente, una differenza di regime tra cooperative a mutualità prevalente e non prevalente — non già sotto il profilo del *tipo* degli strumenti finanziari che possono essere emessi bensì del loro *contenuto concreto* — che, se si prescinde dal pur rilevante aspetto fiscale, può essere individuata avendo riguardo ai quattro requisiti delle cooperative a mutualità prevalente previsti dall'art. 2514, i quali devono obbligatoriamente essere riflessi in statuto ⁽³⁾. Previsioni che non significano peraltro, come pure è ben noto, che gli strumenti finanziari emessi da questo “tipo” di cooperative non abbiano, né possano avere, un'aspettativa di “capital gain” ma solo un'aspettativa reddituale (corrispondente alla remunerazione annuale per essi di volta in volta prevista, nei limiti di quanto consentito dall'art. 2514): L'aspettativa di “capital gain”, seppur limitata (non potendosi estendere né al capitale né alle riserve indivisibili) può infatti esservi (e potrà avere contenuto più o meno significativo in relazione al regime fiscale in concreto adottato) in quanto il divieto di distribuzione delle riserve divisibili opera esclusivamente nei confronti dei soci cooperatori e non, invece, nei confronti dei soci finanziatori ⁽⁴⁾.

3. *Il ruolo dell'autonomia statutaria e le disposizioni in tema di obbligazioni emesse da piccole e medie imprese di cui alla legge 7 agosto 2012 n. 134 (c.d. Decreto Crescita).*

Nell'assetto ordinamentale voluto dal legislatore della riforma, spetta dunque largamente all'autonomia statutaria, conformemente all'art. 2526, definire il contenuto degli strumenti finanziari. Ciò ha tuttavia subito alcune significative limitazioni per effetto delle riforme legislative introdotte dal governo Monti con il c.d. decreto Crescita e con il successivo decreto Crescita-*bis*.

a) La graduazione degli strumenti è naturalmente meno ampia, per le cooperative che, conformemente all'art. 2519 co. 2, assumano a modello il tipo s.r.l. Esse, in base all'ultimo co. della norma in commento, possono

⁽³⁾ V. M. RESCIGNO, *Strumenti finanziari emessi da società cooperative*, in AA.VV., *Il nuovo diritto della società, Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, IV, 927.

⁽⁴⁾ Per tutti v. già COSTI, *I profili patrimoniali del nuovo diritto della cooperazione*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, Patriarca e Presti, Milano, 2003, 219 ss.; GENCO, *La struttura finanziaria*, in AA.VV., *La riforma delle società cooperative*, a cura di Genco, Milano, 2003, 73.

“offrire in sottoscrizione strumenti privi di diritti amministrativi solo a *investitori qualificati*”. Per quanto la lettera della norma utilizzi espressioni non del tutto coincidenti con quanto è parallelamente disposto dall’art. 2483 in tema di emissione di titoli di debito da parte della s.r.l. sembra ormai consolidata (e corretta) l’opinione che vuole che questi strumenti siano necessariamente *titoli di debito* e cioè, come precisa il già ricordato art. 2483 al co. 3, strumenti rappresentativi di un prestito rimborsabile. L’interpretazione letterale che volesse fondare l’ammissibilità per le cooperative a r.l. di strumenti finanziari non di debito, purché privi di diritti amministrativi, oltre a far emergere una dissonanza dell’ultimo comma con la, pur assai infelice, rubrica della norma (che proprio con riguardo all’ultimo comma sembra aver voluto menzionare gli “altri sottoscrittori di *titoli di debito*”), non sembra in verità compatibile con la disciplina del tipo s.r.l. le cui disposizioni si applicano alla cooperativa a r.l., in quanto compatibili. Va infatti escluso che nella s.r.l. si possano emettere strumenti finanziari idonei ad incorporare una pretesa di capitale ⁽⁵⁾. Ciò significa che la cooperativa a r.l. non può emettere neppure azioni di sovvenzione o di partecipazione cooperativa, ai sensi della legge n. 59 del 1992 ⁽⁶⁾ né, riterrei, altri strumenti finanziari “ibridi” di “quasi capitale” (quelli di cui all’art. 2411, co. 3, c.c. che condizionano l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società), potendo invece emettere solo “titoli di debito” privi di diritti amministrativi ⁽⁷⁾. Ciò peraltro non esclude che permanga, in capo alla cooperativa a r.l., così come in capo alla s.r.l., ampia scelta nel modulare gli strumenti di debito da emettere. Come infatti risulta chiarito con portata generale dalla parallela disciplina delle obbligazioni emesse dalle s.p.a., sono da ritenersi compatibili con un rapporto di prestito — e dunque non mutano la natura di “titoli di debito” degli strumenti finanziari rappresentativi di esso — tanto clausole di remunerazione partecipative (clausole cioè che, in base a quanto si legge all’art. 2411, co. 2, prevedano che “i tempi e l’entità del pagamento degli *interessi* possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all’an-

⁽⁵⁾ Perviene ad una soluzione non difforme, seppur per altra via argomentativa (e facendo leva anche sulla legge delega) CUSA, *Strumenti finanziari e soci finanziatori nelle cooperative*, intervento al Convegno di Studi su “*Gli statuti delle imprese cooperative dopo la riforma del diritto societario*” organizzato dalla Associazione Disiano Preite, Bologna, 7 febbraio 2003, in specie § 8 (il lavoro è accessibile al sito www.associazionepreite.it). Non diversamente orientati TONELLI, *Commento dell’art. 2526 in La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, 4, Torino, 2003, 94, nota 18 e, si direbbe, PACIELLO, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2003, 363; BARTALENA, *La nuova tipologia di strumenti finanziari*, in *Banca Borsa*, 2004, I, 99; COSTI, *op.cit.*, 125; PRESTI, *op. cit.*, 352; M. RESCIGNO, *op. cit.*, 946.

⁽⁶⁾ Conforme, CUSA, *Il socio finanziatore*, 45 ss.

⁽⁷⁾ V. COSTI, *op. cit.*, 122; PRESTI, *op. cit.*, 3526; M. RESCIGNO, *op. cit.*, 942; RACUGNO, *I nuovi strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Banca Borsa*, 2004, I, 592-593; GENCO, *La struttura finanziaria*, in *La riforma delle società cooperative*, a cura di Genco, Milano, 2003, 93.

damento economico della società”) quanto clausole di subordinazione (le quali, in base a quanto si legge all’art. 2411, co. 1, subordinano “in tutto o in parte il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e agli interessi alla soddisfazione dei diritti di altri *creditori* della società”). Inoltre, a maggior ragione nel quadro di accresciuta autonomia negoziale voluta dalla riforma, il rapporto di prestito può avere durata anche lunga e lunghissima fino a poter coincidere con la stessa durata della società⁽⁸⁾: ciò che occorre, ai fini del contenimento della fattispecie entro i limiti tipologici del “prestito”, è infatti che in sede di scioglimento della società, allorché il credito da restituzione diviene esigibile, la pretesa restitutoria del capitale sia riferita all’intera somma capitale finanziata, pur potendo essere subordinata alla soddisfazione dei diritti di altri creditori, sia di rango precedente rispetto alla prima pretesa di capitale o quasi capitale⁽⁹⁾. La disciplina generale va peraltro raccordata, oggi, con quanto dispongono i commi da 19 a 26 dell’art. 32 della legge 7 agosto 2012 n. 134 come modificato dall’art. 36 della legge 17 dicembre 2012 n. 221, i quali, come è noto, introducono limitazioni specifiche circa il contenuto delle obbligazioni partecipative e subordinate emesse da società non quotate o con titoli non negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione (purché diverse dalle microimprese, come definite dall’art. 2 dell’allegato della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, ovvero imprese che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro) richiedendo, segnatamente, che: (i) la durata non sia inferiore ai 36 mesi; (ii) la clausola di postergazione preveda il diritto al rimborso subordinatamente agli altri creditori della società mantenendo la prelazione al rimborso soltanto rispetto agli azionisti; (iii) la remunerazione sia composta da una parte fissa e una parte variabile, fermo restando che il tasso di interesse fisso non può essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento e la parte variabile va commisurata al risultato economico dell’emittente.

È da ritenere inoltre, pur nel silenzio degli artt. 2526 e 2483, che la società possa emettere anche titoli di debito convertibili in quote di capitale⁽¹⁰⁾, beninteso dando qui applicazione analogica (almeno per via di *analogia iuris*) alle regole dettate dagli artt. 2420-*bis* e 2420-*ter* (a partire da quelle che attribuiscono qui necessariamente, anche in deroga al co. 1 dell’art. 2483, la competenza per l’emissione ai soci)⁽¹¹⁾. Una simile delibera potrà peraltro essere adottata solo ove l’atto costitutivo della

(8) Per una recente conferma v. Agenzia delle Entrate, circolare 4/E del 6 marzo 2013, p. 8.

(9) Conforme Agenzia delle Entrate, circolare 4/E del 6 marzo 2013, p. 8

(10) Conforme ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, cit., 244.

(11) Sul generale tema della competenza all’emissione degli strumenti finanziari nelle cooperative v. M. RESCIGNO, *op. cit.*, 928 (ove altri riferimenti).

cooperativa consenta l'offerta di quote a terzi con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2481-*bis* e dovrà in ogni caso prevedere che il portatore del titolo presenti, alla data di esercizio del diritto di conversione, i requisiti per divenire socio cooperatore. Vanno invece esclusi qui, a differenza che per le cooperative per azioni, sia i titoli irredimibili, quando essi — pur menzionati dal legislatore nell'art. 2411 in materia di obbligazioni (ma con una formula che ne evidenzia la specialità) — trascendano (come spesso avviene, almeno nell'esperienza domestica) ⁽¹²⁾ i limiti tipologici del prestito, mettendo a rischio la stessa restituzione del capitale, sia (e a maggior ragione) i titoli che, emessi a fronte di un apporto imputato a patrimonio, riconoscono diritti alla remunerazione dell'investimento ma non prevedono la restituzione dell'apporto né a data fissa né in sede di scioglimento della società sia infine titoli che, pur incorporando un diritto al rimborso e alla remunerazione dell'apporto, siano emessi a fronte di apporti in natura. L'ultimo comma dell'art. 2526 sembra inoltre da interpretare nel senso che gli strumenti finanziari di debito debbano necessariamente essere privi di diritti amministrativi. La competenza per l'emissione degli "strumenti privi di diritti amministrativi" va determinata (con l'eccezione dei titoli di debito convertibili, come si è detto) dallo statuto, *ad instar* di quanto prevede il co. 1 dell'art. 2483 a stregua del quale "*l'atto costitutivo attribuisce la competenza [ad emettere titoli di debito] ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione*". Conformemente alle previsioni del co. 3 della medesima norma, inoltre, "la decisione di emissione dei titoli [deve prevedere] le condizioni del prestito e le modalità di rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese". Essa "*può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità*". A questo riguardo deve tuttavia precisarsi che i possessori degli strumenti privi di diritti amministrativi, anche se emessi da una cooperativa a r.l., costituiscono — ai sensi dell'art. 2541 (che sembra essere norma speciale di applicazione generale nell'ambito della disciplina delle cooperative che prevale rispetto alle previsioni sul punto della norma dettata nel contesto della disciplina della s.r.l.) ⁽¹³⁾ — una collettività *necessariamente* organizzata secondo il modello degli obbligazionisti o dei possessori di strumenti finanziari rappresentativi di un patrimonio destinato, secondo quanto rispettivamente previsto dall'art. 2415 e dall'art. 2447-*octies* (a

⁽¹²⁾ V. almeno, con particolare riguardo ai titoli irredimibili emessi dalle banche ai sensi dell'art. 12 t.u.b., PORTALE, *Prestiti subordinati e prestiti irredimibili (appunti)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I, 1 ss.; LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga e lunghissima durata*, *ivi*, 1991, I, 606 ss. e *id.*, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 57 ss. (ove i riff. alle principali esperienze straniere).

⁽¹³⁾ Conforme PRESTI, *op. cit.*, 3528. V. CUSA, *Il socio finanziatore*, 45; *contra* COSTI, *op. cit.*, 123.

differenza dei possessori di titoli di debito emessi da una s.r.l. per i quali non è obbligatoriamente prevista alcuna assemblea speciale, pur prevedendosi che le decisioni che interessano l'intera categoria siano adottate a maggioranza). La disciplina dell'assemblea speciale ricalca, seppur con talune non trascurabili modifiche (relative in specie alla definizione delle materie riservate, al diverso quoziente per la richiesta della convocazione da parte dei possessori degli strumenti finanziari e ai diritti di informazione e di impugnazione delle delibere generale della cooperativa attribuiti al rappresentante comune di *ciascuna categoria* di strumenti finanziari) quella degli obbligazionisti, alla quale è necessario fare riferimento analogico anche per completare la disciplina di alcuni profili mancanti (come ad esempio quelli delle regole di svolgimento dell'assemblea speciale e della pubblicità delle relative delibere, per i quali sarà opportuno applicare, anche nel caso di cooperativa a r.l., i co. 3 e 4 dell'art. 2415).

La sottoscrizione degli strumenti finanziari privi di diritti amministrativi è infine riservata — come si è visto — solo a “investitori qualificati”. Questa previsione vale a ricomprendere, pur nella sua improprietà linguistica, tanto gli “investitori istituzionali destinati alle società cooperative” di cui all'art. 111-*octies* (e cioè “quelli costituiti ai sensi della legge 25 febbraio 1985, n. 49, i fondi mutualistici e i fondi pensione costituiti da società cooperative) quanto gli “investitori professionali” più in generale evocati dall'art. 2483⁽¹⁴⁾. Una diversa e più restrittiva lettura⁽¹⁵⁾ — che pretenda di limitare la categoria dei sottoscrittori ai soli investitori istituzionali di cui all'art. 111-*octies* — non sembra giustificarsi né da un punto di vista letterale (giacché, non a caso, l'art. 2526 utilizza l'espressione più lata “investitori qualificati” in luogo di quella specifica di “investitori istituzionali destinati alle società cooperative”) né da un punto di vista funzionale, giacché le finalità di tutela del pubblico indistinto degli investitori sottese alla disciplina in esame non sembrano richiedere che si escludano dal novero dei potenziali sottoscrittori gli investitori professionali che sono in grado di valutare con completezza convenienza e rischio della sottoscrizione. Il contenuto dell'art. 2526, sul punto, pare dunque meramente integrativo della fattispecie di cui all'art. 2483 nel solo senso di ampliare il novero dei potenziali sottoscrittori in modo da tener conto anche degli esponenti della “finanza di sistema”.

b) Ancora più ampio spazio è riconosciuto all'autonomia statutaria con riguardo agli strumenti finanziari che possono essere emessi dalle cooperative cui si applicano le norme sulla s.p.a. Ferma l'applicazione anche ad essi dei limiti ora introdotti dall'art. 32 della legge n. 134 del 2012

⁽¹⁴⁾ V. anche PRESTI, *op. cit.*, 3527; COSTI, *op. cit.*, 124; RACUGNO, *op. cit.*, 592; RESCIGNO, *op. cit.*, 945.

⁽¹⁵⁾ Per la quale, se comprendo correttamente, PACIELLO, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, cit., 363.

in relazione agli emittenti che non siano quotati o con titoli negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione, per esse il legislatore della riforma ha infatti disposto, correttamente perseguendo il fine di assicurare, nei limiti di compatibilità dei tipi sociali, un maggiore *level playing field* tra cooperative e società per azioni quanto al loro accesso al mercato dei capitali, che “l’atto costitutivo può prevedere l’emissione di strumenti finanziari secondo la disciplina prevista per le società per azioni”. Ciò innanzitutto è inteso ⁽¹⁶⁾ nel significato “tradizionale” del termine, quale *nozione di genere* idonea a designare cioè azioni, obbligazioni e strumenti finanziari “ibridi” diversi dalle azioni e dalle obbligazioni ⁽¹⁷⁾. Se ne ha riprova nella, pur infelice, rubrica dell’articolo che menziona tanto i *soci* “finanziatori” quanto gli altri sottoscrittori di “*titoli di debito*” per poi accomunarli tutti, nel corpo della norma, nella più ampia nozione di “strumenti finanziari”. Da ciò consegue che, coerentemente con la finalità di equiparazione tendenziale (salvi i limiti imposti dalla compatibilità con i “tipi”) tra s.p.a. e cooperativa p.a. perseguita dal legislatore con riguardo al ridisegno della struttura finanziaria e al connesso diritto di accesso al mercato dei capitali, la cooperativa può emettere, in aggiunta alle azioni “cooperative” (si noti: azioni cooperative e non più quote cooperative dato che, se il tipo di riferimento è ora quello della società per azioni, non può più ritenersi possibile la rappresentazione della partecipazione dei soci operatori in una cooperativa che abbia emesso azioni di sovvenzione o di partecipazione cooperativa anche da quote come avveniva in passato), anche azioni “lucrative”, obbligazioni e “strumenti finanziari partecipativi” diversi dalle azioni e dalle obbligazioni.

Quanto alle “azioni lucrative” ⁽¹⁸⁾ esse non solo possono ma *devono* ⁽¹⁹⁾ essere emesse ogni qual volta si sia dinanzi ad apporti che vengano *imputati a capitale* nella specie alla voce, già da tempo consueta nell’appostazione contabile dei conferimenti rappresentati da azioni di sovvenzione e da azioni di partecipazione cooperativa (e da ritenersi

⁽¹⁶⁾ E di cui è traccia nel dibattito che ha preceduto la riforma, orientando le scelte del legislatore: v. in particolare AA.VV., *La riforma del diritto cooperativo* (Atti del convegno di studi organizzato dalla Lega delle Cooperative e l’Università di Genova a Genova l’8 marzo 2002), a cura di Graziano, Padova, 2002, in specie 37 ss., LAMANDINI, *La riforma della struttura finanziaria delle società cooperative: qualche spunto per il legislatore delegato*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 358 ss. e in *Coop. cred.*, 2002, 167 ss.; già prima, per utili spunti, COSTI, *Mutualità, innovazione e mercato: quale ruolo per il capitale nello sviluppo dell’impresa cooperativa*, in *Riv. cooper.*, 2000, 162.

⁽¹⁷⁾ Conforme PRESTI, *op. cit.*, 3531; RESCIGNO, *op. cit.*, 931; CUSA, *Il socio fondatore*, 25 ss..

⁽¹⁸⁾ Usano la stessa dizione PRESTI, *op. cit.*, 3531; RESCIGNO, *op. cit.*, 932.

⁽¹⁹⁾ Conformi GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato dir. comm. e dir. pubbl. econ.* diretto dal medesimo, XXIX, Padova, 2005, 513; CUSA, *Commento all’art. 2526*, § 6; CUSA, *Il socio finanziatore*, 167; PACIELLO, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali*, cit., 363; TONELLI, *Commento dell’art. 2526*, cit., 90; BARTALENA, *Norme applicabili*, cit.; contra BASSI, *La riforma del diritto societario*, Torino, 2003, 259.

confermata e ammissibile anche dopo la riforma), di “capitale soci finanziatori” (20). Malgrado l'improprietà terminologica dell'art. 2526 che si astiene dal definire l'azione “lucrativa” come fattispecie diversa dalle azioni dei soci cooperatori da un lato e dagli strumenti finanziari partecipativi “ibridi” dall'altro, ciò trova fondamento ad almeno due considerazioni di tipo sistematico desunte dalla disciplina delle azioni e degli strumenti finanziari partecipativi dettata per le s.p.a. e dal suo adattamento alla cooperativa p.a. prevista dall'art. 2526. In primo luogo, il fatto che il principale tratto “tipologico” *necessario* idoneo a differenziare tra “azione” e strumento finanziario partecipativo nel contesto della s.p.a. sta proprio *nell'imputazione o meno a capitale dell'apporto*, cui naturalmente consegue — o non consegue — l'applicazione del regime organizzativo proprio del capitale. In altri termini, per quanto la pretesa sottostante ad una azione e quella sottostante ad uno strumento finanziario partecipativo possano essere anche molto prossime sotto il profilo patrimoniale (giacché, in assenza di vincoli all'autonomia negoziale dettati dal legislatore sul punto, entrambe all'estremo potrebbero riferirsi ad un investimento in denaro che corre *pari passu* il rischio dell'investimento e si vede attribuiti uguali diritti patrimoniali partecipativi di tipo residuale, beninteso ove la delibera di emissione degli strumenti finanziari partecipativi così disponesse), ciò non di meno permane tra esse la distinzione inerente all'imputazione contabile e *agli effetti organizzativi di essa*. L'apporto a fronte del quale viene emesso lo strumento finanziario partecipativo va al più a patrimonio netto (quando esso sia di “quasi capitale” e dunque irredimibile: diversamente esso va contabilizzato tra i debiti) ma mai a capitale: ed in tal caso il regime di disponibilità della riserva è definito dalla delibera di emissione e non già dalla legge in base alle norme sul capitale (al più potendosi argomentare la sola applicazione analogica a tale riserva della disciplina della riserva da sovrapprezzo). Ciò significa che per quanto il legislatore all'art. 2526 co. 2 operi sotto il profilo letterale una commistione tra le fattispecie, l'espressione “strumenti finanziari” utilizzata dal primo periodo del co. 2 vale a ricomprendere, al pari della parallela espressione di cui al co. 1, sia le azioni lucrative sia gli altri strumenti finanziari partecipativi, mentre il secondo periodo del co. 2 e il co. 3 del medesimo articolo fanno riferimento alle sole azioni lucrative. Solo per esse infatti può predicarsi, come testualmente fa la norma, il “rimborso del capitale” e solo per esse si giustifica l'applicazione dell'art. 2437, che è norma tipicamente a protezione del capitale e della sua funzione (le modalità di recesso dell'investitore che abbia effettuato un apporto non imputato a capitale sono viceversa oggetto della delibera di emissione). In secondo luogo, l'ultimo periodo del medesimo co. 2 dell'art. 2526 consente che ai “possessori di strumenti finan-

(20) *Contra* RACUGNO, *op. cit.*, 579; COSTI, *op. cit.*, 125.

ziari” possa essere attribuito fino ad un terzo dei voti spettanti all’insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale. Questa precisazione conferma che si è qui dinanzi ad una fattispecie azionaria in senso proprio, giacché tanto l’art. 2351 ult. co. quanto la Relazione di accompagnamento sono inequivoci nel chiarire che il diritto di voto in assemblea generale, seppur non costituisce tratto tipologico necessariamente presente in capo ad ogni azione (essendo ammesse anche le azioni senza diritto di voto) è ciò non di meno un diritto riservato alle sole azioni, sicché i diritti amministrativi di nomina spettanti ai possessori di altri strumenti finanziari partecipativi si esercitano in via extra-assembleare (rispetto all’assemblea generale dei soci). Né vi sono ragioni specifiche, nel contesto della disciplina cooperativa, per ritenere che l’art. 2526 abbia potuto validamente derogare a questo principio generale del diritto azionario. Ciò significa dunque che qualora la cooperativa intenda emettere strumenti finanziari a fronte di apporti da imputare a capitale e ai quali applicare la disciplina vincolistica del recesso di cui all’art. 2437 c.c. e intenda attribuire ai possessori degli strumenti finanziari non già i più limitati diritti amministrativi di cui all’art. 2351 ult. co., ma il diritto di voto in assemblea generale (sia pure soggetto al fattore regressivo necessario per mantenere il voto nel limite del terzo dei voti espressi da tutti i soci), ciò potrà fare esclusivamente emettendo vere e proprie azioni “lucrative” ai sensi dell’art. 2526, co. 2, secondo e terzo periodo e co. 3⁽²¹⁾. Ciò significa ulteriormente che il regime delle azioni “lucrative” va principalmente⁽²²⁾ desunto — come ben illustra il richiamo all’art. 2437 effettuato dal co. 3 della norma in esame (la quale peraltro, probabilmente per ragioni di semplificazione nella scrittura ma incongruamente, fa menzione dei soli possessori di strumenti finanziari “forniti del diritto di voto”, quando il regime patrimoniale dell’azione non dipende dai diritti di *governance* ad essa attribuiti ma esclusivamente dalla imputazione formale a capitale) — dalla disciplina delle azioni e del capitale “fisso” delle s.p.a. piuttosto che dalla disciplina delle azioni “cooperative” e del capitale “variabile” a servizio del principio di “porta aperta” valevole per i soci cooperatori⁽²³⁾. Ne segue che, tenuto conto della norma di rinvio di cui all’art. 2519 (a stregua della quale “per quanto non previsto dal presente titolo” si applicano le disposizioni sulla società per azioni “in quanto compatibili”) innanzitutto il capitale costituito dai conferimenti dei “soci

⁽²¹⁾ Conforme RESCIGNO, *op. cit.*, 932.

⁽²²⁾ Ma non esclusivamente: non a torto PRESTI, *op. cit.*, 3535 ritiene che l’individuazione delle norme sulle cooperative da applicare alle azioni lucrative costituisce “uno dei temi più affascinanti e complessi del nuovo diritto delle cooperative”; v. anche RESCIGNO, *op. cit.*, 937-938. Per un’analisi di dettaglio delle norme di diritto azionario e di diritto cooperativo da applicare alla fattispecie v. CUSA, *Il socio finanziatore*, in specie 145 ss..

⁽²³⁾ *Contra* circa la natura fissa del capitale rappresentato da azioni lucrative CUSA, *Il socio finanziatore*, 213.

finanziatori” costituisce una posta del netto da qualificarsi come “capitale sociale” anche se distinta dal capitale variabile costituito dai conferimenti dei “soci cooperatori”. Mentre quest’ultima è retta dall’art. 2524 sicché il capitale “non è determinato in ammontare prestabilito” di modo che l’ammissione “di nuovi soci [cooperatori] non importa modificazione dell’atto costitutivo e “l’esclusione o la limitazione del diritto di opzione può essere autorizzata dall’assemblea su proposta motivata degli amministratori”, la posta “capitale soci finanziatori”, ugualmente collocata al punto I dello stato patrimoniale ai sensi dell’art. 2424, seppur in sottovoce distinta (come è già ora prassi con riguardo alle azioni di sovvenzione e di partecipazione cooperativa) rispetto alla voce “capitale soci cooperatori”, sarà da indicarsi nell’atto costitutivo in ammontare prestabilito sicché alla sua formazione presiederanno le norme di cui agli artt. 2342 ss. e la sua modifica potrà avvenire solo nel rispetto delle norme di cui agli artt. 2438 ss. Ciò di cui peraltro si ha letterale conferma nel co. 3 dell’art. 2524 che prevede che la cooperativa possa “deliberare aumenti di capitale con modificazione dell’atto costitutivo nelle forme previste dall’art. 2438 e seguenti” (fattispecie questa che, se ha significato — come precisa la Relazione di accompagnamento — con riguardo agli aumenti di capitale che non si limitano a rispondere “all’iniziativa dei terzi aspiranti soci” ma corrispondono ad un’iniziativa della società “che potrebbe avere interesse ad aumentare il proprio capitale per specifiche necessità di impresa”, tanto più ha significato con riguardo al capitale fisso dei soci finanziatori). Nella stessa linea argomentativa, dovrà altresì ritenersi che, laddove la società deliberi in assemblea ⁽²⁴⁾ l’aumento del capitale dei soci finanziatori spetti a costoro un diritto di opzione secondo le regole, non già del richiamato ult. co. dell’art. 2524, bensì dell’art. 2441. Il diritto di opzione non sembra tuttavia spettare nel caso in cui l’emissione delle azioni lucrative fosse deliberata dalla cooperativa al fine di assegnare ai soci cooperatori le riserve divisibili: in tal caso infatti la norma speciale dell’art. 2545-*quinquies* sembrerebbe idonea a derogare alla disciplina generale dell’art. 2441 quantomeno nel senso di poter tipizzare una fattispecie legale di esclusione del diritto di opzione dipendente da una valutazione legislativa di prevalenza dell’interesse sociale (consistente nell’incremento del capitale attraverso l’assegnazione di azioni lucrative in luogo del pagamento in denaro delle riserve ai soci) rispetto a quello individuale dei soci finanziatori (valutazione peraltro in linea con il *favor* nei confronti dei soci cooperatori di cui sono espressione anche le norme di *governance*). Quanto poi alla disciplina delle azioni dei soci finanziatori, essa è estranea alle disposizioni dell’art. 2525 (qui per espressa previsione dell’ultimo periodo del co. 4 della medesima norma), 2529, 2530, 2531, 2532, 2533,

(24) Conforme CUSA, *Il socio finanziatore*, 222.

2534, 2535, 2536 e 2537 (benché solo alcune di queste norme siano attente a specificare che si riferiscono al solo “socio cooperatore”), giacché si tratta di norme che sono intrinsecamente dipendenti dal concetto di capitale variabile e sono chiaramente dirette a fissare lo statuto del solo socio cooperatore. Alle azioni dei soci finanziatori si applicano invece, in quanto compatibili, le norme dettate dagli artt. 2346 ss., ivi comprese quelle in tema di conferimento “diseguale” ai sensi dei co. 4 e 5 e — così almeno riterrei — in tema di azioni senza valore nominale. È bensì vero, a quest’ultimo riguardo, che il co. 2 dell’art. 2346 richiede che il valore nominale delle azioni ⁽²⁵⁾, se determinato nello statuto, “deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società” e che l’art. 2521 n. 4 richiede che l’atto costitutivo indichi il valore nominale delle azioni. Ciò non di meno, quest’ultima disposizione sembra doversi riferire alle sole azioni dei soci cooperatori, atteso che nel titolo VI il legislatore non usa mai l’espressione “azione” per riferirsi allo strumento finanziario rappresentativo della quota di capitale conferita dai soci finanziatori. La previsione del co. 2 dell’art. 2346, a sua volta, non sembra pertinente con riferimento all’ipotesi in esame, giacché essa serve ad evitare che il medesimo capitale sia rappresentato in parte da azioni con valore nominale e in parte da azioni senza valore nominale (ciò che nei fatti toglierebbe ogni utilità all’istituto) mentre qui — a differenza che nel caso della s.p.a. — si è dinanzi non ad un solo capitale ma a *due diversi capitali*, di modo che, anche se le azioni rappresentative del capitale conferito dai soci cooperatori sono nominative, nulla impedisce che *tutte* le azioni dei soci finanziatori non presentino alcun valore nominale, sicché per esse — proprio grazie all’autonomia contabile della posta “capitale soci finanziatori” — sarà ben possibile che “le disposizioni che si riferiscono al valore nominale delle azioni si applichino con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse”. Anche la disciplina della circolazione delle azioni sembra doversi trarre dagli artt. 2355 e 2355-*bis* (invece che quella, riservata alle azioni dei soci cooperatori, degli artt. 2528 e 2530) ⁽²⁶⁾ così come la disciplina sull’acquisto delle azioni proprie da parte della cooperativa, con riguardo alle azioni dei soci finanziatori sarà non quella dell’art. 2529 (da ritenersi riferita unicamente all’acquisto delle azioni dei soci cooperatori) ma degli artt. 2357 e seguenti ⁽²⁷⁾. Con l’ulteriore conseguenza che il limite quantitativo del 10% del capitale sociale costi previsto dovrà calcolarsi non già sulla somma dei due capitali (giacché a presidio del capitale “soci cooperatori” è dettata l’autonoma previsione dell’art. 2529) ma sul solo capitale costituito dai conferimenti dei soci finanziatori.

⁽²⁵⁾ *Contra*, CUSA, *Commento all’art. 2526*, § 11.

⁽²⁶⁾ Sostanzialmente conforme CUSA, *Commento all’art. 2526*, § 9-10.

⁽²⁷⁾ Nello stesso senso, TONELLI, *Commento dell’art. 2526*, cit., 91, nota 7; CUSA, *Commento all’art. 2526*, § 8.

Un discorso a parte merita la questione dei diritti amministrativi spettanti alle azioni “lucrative” (28). Già si è detto come l’art. 2526 espressamente preveda che l’atto costitutivo stabilisce i diritti amministrativi attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari e che ad essi “non può in ogni caso essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all’insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale”. Questa importante disposizione deve essere necessariamente considerata unitamente all’art. 2538, co. 2, 2542, co. 4 e 2543, co. 3 in quanto solo dal loro insieme emerge con una certa chiarezza l’assetto di *governance* prefigurato dal legislatore per la cooperativa p.a. che abbia emesso azioni “lucrative”. Questo assetto si ispira con chiarezza al principio per cui il “controllo” della cooperativa deve restare nelle mani dei soci operatori di modo che la maggioranza in assemblea (i cui *quorum* sono fissati dall’atto costitutivo ai sensi dell’art. 2538, co. 5) e la maggioranza degli amministratori (non a caso i due indici rappresentativi tipici del “controllo” ai sensi dell’art. 2359) devono essere espressione dei soci operatori. Ciò significa innanzitutto che, pur potendosi attribuire (come già si è visto) un diritto di voto pieno alle azioni “lucrative” — e dunque un diritto di voto che potrà essere esercitato con riguardo ad ogni materia di competenza dell’assemblea — esso subisce necessariamente l’effetto di un fattore regressivo in forza del quale, indipendentemente dal numero di azioni “lucrative” votanti *nella singola assemblea*, la somma dei voti da esse espresse non può eccedere un terzo dei voti complessivi. Il che naturalmente impone di prevedere nell’atto costitutivo che la riduzione abbia luogo in modo proporzionale, in base al fattore regressivo, per tutti i voti espressi dai soci finanziatori presenti o rappresentati in assemblea fermo restando che tali voti, una volta “trattati” in base al fattore regressivo, dovranno considerarsi, ai fini dell’adozione o meno della delibera, unitariamente a quelli espressi dai soci operatori. Ciò che comporterà naturalmente qualche complicazione applicativa in sede di controllo e dichiarazione del voto in assemblea. L’atto costitutivo può altresì di attribuire alle azioni “lucrative” un diritto di voto limitato — nell’ampio significato che l’espressione assume ora ai sensi dell’art. 2351, da ritenersi applicabile anche alle azioni lucrative — o, in aderenza al tradizionale modello delle azioni di partecipazione cooperativa, non attribuire alcun diritto di voto (trovando in questo caso applicazione, come nel caso delle azioni di risparmio, l’istituto dell’assemblea speciale, appositamente disciplinato dall’art. 2541). Piuttosto, la previsione del co. 2 dell’art. 2538 (che evoca la possibilità per l’atto costitutivo di determinare i limiti al diritto di voto degli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci operatori) sembra significare che le limitazioni al diritto di voto possano essere

(28) Su di essi v. ampiamente CUSA, *Il socio finanziatore*, 373.

previste anche dando rilievo alle qualità personali dei soci, differenziando cioè il regime del diritto di voto spettante all'azione a seconda che titolare della stessa sia un socio cooperatore o un socio finanziatore. Resta da chiedersi se il principio (tendenziale) di correlazione potere/rischio dettato dall'art. 2351 in forza del quale il valore delle azioni a voto limitato o escluso non può complessivamente superare la metà del capitale sociale abbia modo di operare anche in questo contesto. A fronte della norma generale di rinvio di cui all'art. 2519 si tratta di valutare se quel principio sia "compatibile" con la disciplina della cooperativa: ciò di cui si può probabilmente dubitare in considerazione del fatto che *in ogni caso* le azioni lucrative, anche se a voto pieno, non possono consentire l'acquisto del "controllo" della cooperativa, sicché il problema della scissione tra potere e rischio nei rapporti esistenti all'interno del gruppo dei soci finanziatori — oggetto della previsione in esame — assume una configurazione del tutto *sui generis* nel contesto cooperativo, probabilmente incompatibile con un'utile applicazione di quel limite legale. Limite che, ad ogni buon conto, quand'anche si dovesse applicare, andrebbe valutato con riguardo al solo capitale soci finanziatori senza sommare ad esso quello costituito con i conferimenti dei soci cooperatori.

In secondo luogo, quale che sia il diritto di voto in assemblea attribuito alle azioni, l'art. 2542 esclude che i possessori di strumenti finanziari possano "eleggere più di un terzo degli amministratori". Questa norma — che naturalmente ha un ruolo importante nel consentire ai soci finanziatori un significativo monitoraggio della gestione e almeno limitati poteri di veto circa il compimento di alcuni atti gestionali, attraverso la previsione di maggioranze rinforzate in consiglio per le materie di maggiore rilevanza a tutela dell'investimento effettuato — è assai infelicitemente redatta, giacché al co. 1 essa richiede che la nomina degli amministratori sia fatta dall'*assemblea* "salvo quanto disposto nell'ultimo comma" e l'ultimo comma consente la nomina extra-assembleare di uno o più amministratori solo da parte dello Stato o di altri enti pubblici, specificando infine che "in ogni caso la nomina della maggioranza degli amministratori è riservata all'*assemblea*". Ne segue che, se si ritiene che la corretta lettura dell'art. 2526 sia nel senso di consentire — per il pieno conseguimento del *level playing field* con la s.p.a. — alla cooperativa non solo l'emissione di azioni "lucative" che possono votare in assemblea generale ma anche in "ibridi" ai quali, ai sensi dell'art. 2351, ult. co., non spetta il diritto di voto in assemblea generale ma ai quali non di meno può attribuirsi il diritto *extra-assembleare* di nominare un amministratore indipendente, dovrà ritenersi, con lettura "ortopedica" della lettera della norma in esame, che mentre la nomina degli amministratori da parte dei possessori di azioni "lucative" possa avvenire in assemblea generale — ora semplicemente assegnando *ex ante* un numero prestabilito di amministratori ai soci finanziatori ora lasciando che esso, con

il limite del terzo, sia definito, tipicamente in base ad un ben congegnato meccanismo di voto di lista, in base ai voti effettivamente espressi dai soci cooperatori e finanziatori, in entrambi i casi chiamando tuttavia i soci cooperatori e finanziatori a votare sì in assemblea generale ma in modo separato (quantomeno riservando liste diverse al voto dei soci cooperatori e dei soci finanziatori) — ove si tratti di strumenti finanziati partecipativi diversi dalle azioni ordinarie, tale nomina possa avvenire fuori da essa, in sede di assemblea speciale. In altri termini, in tal caso la precisazione del co. 1 dell'art. 2542, andrà letta nel senso che ciò che essa fa salvo con il richiamo all'ultimo comma (*invece che, come avrebbe dovuto, agli ultimi due commi della medesima norma*) non è tanto la deroga a favore della nomina extra-assembleare degli amministratori da parte dello Stato o degli enti pubblici quanto piuttosto il principio secondo cui l'atto costitutivo può derogare, in casi determinati, alla competenza assembleare per la nomina alle cariche sociali purché “la nomina della maggioranza sia riservata all'assemblea”. Ove viceversa si ritenga di non poter accedere ad una simile lettura della norma, non resterà che concludere che il divieto di nomina extra-assembleare degli amministratori costituisce — in modo tuttavia irragionevolmente discriminatorio — un limite “speciale” che vale a rendere incompatibile con le disposizioni in materia di cooperative l'applicazione integrale della norma di rinvio di cui all'art. 2351 ult. co. nella parte in cui essa riserva ai possessori di strumenti finanziari partecipativi l'eventuale nomina di un amministratore indipendente. E un percorso argomentativo simile potrebbe valere anche con riguardo alla disposizione dell'art. 2543 relativa alla nomina dei sindaci, per quanto quest'ultima norma sia assai meno univoca, dal punto di vista letterale, dell'art. 2542 nel definire la (si direbbe, pur implicitamente ritenuta) competenza esclusivamente assembleare della relativa nomina.

Risulta da quanto precede che le azioni lucrative che la cooperativa p.a. può emettere ai sensi dell'art. 2526 possano presentare una ampia varietà di contenuti, fermo restando naturalmente che — in ossequio al principio dell'art. 2348, senz'altro applicabile anche alle cooperative p.a. — i diversi diritti patrimoniali o amministrativi non possono essere attribuiti ad una singola azione ma solo ad una serie di azioni idonea a costituire un'autonoma categoria. La specialità della cooperativa p.a. si coglie tuttavia, sotto questo rispetto (e oltre a quanto già rilevato circa la probabile inapplicabilità del principio di correlazione potere/rischio di cui all'art. 2351), in relazione al fatto che, essendovi necessariamente le azioni dei soci cooperatori, nel graduare i diritti patrimoniali attribuiti alle azioni “lucrative” non occorre necessariamente configurare una categoria di azioni lucrative “ordinarie”, le quali cioè non presentino privilegi di natura patrimoniale. Sono infatti i soci cooperatori a rivestire il ruolo di *residual claimants*, salvo che l'atto costitutivo non disponga diversamente (ben potendo, all'estremo, anche rovesciare il rapporto tra azioni cooperative e azioni lucrative quanto al rischio

residuale, ma anche in tal caso definendo la categoria delle azioni “ordinarie” sotto il profilo patrimoniale avendo riguardo non alle sole azioni “lucrative” ma a tutte le azioni emesse dalla società).

L'autonomia statutaria consente naturalmente anche di replicare i modelli “costrittivi” delle azioni di partecipazione cooperativa e delle azioni dei soci sovventori secondo quanto previsto dalla legge n. 59 del 1992: la stessa Relazione d'accompagnamento, del resto, espressamente riconosce che quella legge non deve considerarsi abrogata sul punto. Ciò che, naturalmente, esclude che si possa dar luogo a processi di conversione automatica delle azioni di sovvenzione o di partecipazione cooperativa già emesse nelle nuove azioni lucrative senza il consenso dei possessori delle stesse (fermo tuttavia l'obbligo, per le cooperative che abbiano emesso questi strumenti finanziari “di capitale” di assumere la forma di cooperativa p.a. entro il termine previsto dall'art. 223-*duodecies*).

Resta infine da dire della emissione da parte della cooperativa p.a. di strumenti finanziari diversi dalle azioni “lucrative”. In tale ampia categoria vanno ricomprese anche le obbligazioni previste dalla legge n. 388 del 1998 e dall'art. 11, comma 3, lettera *c-bis*) t.u.b. (come introdotto dall'art. 2 del d.lgs. 4.8.1999 n. 342) ⁽²⁹⁾ che — come espressamente riconosce la Relazione di accompagnamento — il legislatore della riforma non ha inteso abrogare. Ad esse si applicano per intero le disposizioni degli artt. 2410 e seguenti, ivi compresi i limiti quantitativi, dovendosi peraltro ritenere che la voce “capitale” cui avere riguardo ricomprenda, oltre al capitale “fisso” rappresentato da azioni “lucrative”, anche il capitale variabile dei soci cooperatori dato che il rischio di riduzione obbligatoria dello stesso derivante dall'eventuale recesso dei soci cooperatori sembrerebbe trovare sufficiente baluardo — quanto alla tutela dell'interesse degli obbligazionisti — nell'applicazione dell'art. 2413, co.2. Possono naturalmente emettersi anche obbligazioni “partecipative” o “subordinate”, conformemente alle previsioni dell'art. 2411 e, oggi, alle disposizioni limitative dell'art. 32 della legge n. 134 del 2012 nonché convertibili in azioni “lucrative” con applicazione degli artt. 2420 e 2420-*bis*. Poiché tuttavia la cooperativa p.a. non subisce, per via di rinvio, le limitazioni circa l'emissione di strumenti finanziari diversi da quelli rappresentativi un *genuino rapporto di prestito* che sono invece proprie della cooperativa a r.l. per effetto del coordinato disposto dell'art. 2526, ult. co. e 2483 (secondo quanto si è indicato *supra*), è da ritenere che gli strumenti finanziari da essa emessi ai sensi della norma in esame possano avere la stessa ampiezza che connota gli omologhi strumenti emessi dalla s.p.a. ai sensi degli artt. 2346, ult. co., 2349, ult. co., e 2351 ult. co. Possono così, esemplificativamente, aversi strumenti che incorporano anche pretese di “quasi capitale”, per i quali cioè l'apporto,

(29) Sulle quali v. anche BARTALENA, *Norme applicabili*, cit.

pur non essendo formalmente imputato a capitale, è irredimibile e corre, nei limiti di quanto previsto dalla delibera di emissione, il rischio dell'investimento, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 2411, ult. co.; strumenti che risultino emessi non a fronte di un apporto in denaro bensì a fronte dell'apporto di beni in natura o di opera e servizi e rappresentino ora una pretesa di quasi capitale ora una pretesa creditoria, a seconda di quanto risulti dalla delibera di emissione; strumenti che dal punto di vista patrimoniale "minimo" perfettamente un'obbligazione ma si differenzino da essa in quanto attribuiscono diritti amministrativi che viceversa non possono attribuirsi alle obbligazioni. Possono altresì aversi strumenti finanziari rappresentativi di un patrimonio destinato ai sensi degli artt. 2447-bis/2447-novies. L'unica disposizione a contenuto organizzativo dettata dal legislatore della riforma con riguardo a questa ampia categoria di strumenti è quella, già considerata, dell'art. 2541 la quale estende, con piccole modifiche, ai possessori di strumenti finanziari privi del diritto di voto l'organizzazione di categoria prevista per gli obbligazionisti (art. 2415) e per i possessori di strumenti finanziari rappresentativi di un patrimonio destinato (art. 2447-octies) nelle s.p.a. Per ogni altro aspetto dovrà essere l'atto costitutivo o la delibera di emissione modificativa dell'atto costitutivo a stabilire "i diritti amministrativi (beninteso nei limiti dell'art. 2351, ult. co. e salvo quanto sopra osservato con riguardo al problema della nomina extraassembleare di un amministratore indipendente) o patrimoniali attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari e le eventuali condizioni cui è sottoposto il loro trasferimento". Ciò che potrà facilmente generare nei singoli casi concreti più di un problema applicativo atteso che, a differenza di quanto accade per le azioni e le obbligazioni rispetto alle quali il legislatore offre un importante apparato di norme, in parte imperative e in parte dispositive, qui ogni *fisiologica* incompletezza contrattuale rischia di non trovare soluzione nell'applicazione diretta di un regime di *default*, di modo che l'interprete deve necessariamente fare affidamento su non agevoli processi di assimilazione concettuale ora alla fattispecie azionaria ora a quella obbligazionaria: il rischio è solo in parte temperato dalla previsione dell'art. 2411, co. 3, che estende la disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari irredimibili.

4. *Qualche spunto d'esperienza circa l'uso che il movimento cooperativo mostra di aver fatto degli strumenti finanziari nel decennio appena trascorso e le prospettive future. Quale finanza cooperativa per i tempi di crisi?*

Non mi risulta vi siano, allo stato, precise rilevazioni quantitative e statistiche sull'uso che il mondo cooperativo ha fatto, in questi dieci anni che ormai sono trascorsi dalla riforma del diritto societario, delle oppor-

tunità offerte dalla nuova disciplina. Dati di esperienza sembrano tuttavia evidenziare che, da un lato, non è affatto venuto meno il ricorso allo strumento dei soci sovventori di cui alla legge n. 59 del 1992 (ricorrendo anche taluni casi in cui le banche “storiche” della cooperativa hanno assunto tale veste) e, dall’altro lato, che la sottoscrizione degli strumenti finanziari cooperativi è avvenuto principalmente ad opera di CoopFond, di CFI — Compagnia Finanziaria Industriale e delle altre finanziarie di sistema, quali *in primis* quelle territoriali, nelle loro diverse articolazioni. Gli strumenti finanziari, in questo contesto, hanno assunto prevalentemente la forma di strumenti di capitale di rischio, prevedendo, rispetto ai diritti spettanti ai soci operatori, un privilegio nella distribuzione degli utili, la postergazione nella partecipazione alle perdite e una clausola di *exit* nonché, quanto ai diritti amministrativi, sia l’attribuzione del voto in assemblea (seppur soggetto al limite di legge) sia la riserva di nomina di un amministratore e un sindaco ⁽³⁰⁾. Si è trattato, a ben vedere, di esperienze che hanno confermato l’utilità dell’innesto di elementi di finanza “capitalistica” entro la struttura organizzativa di stampo mutualistico quantomeno al fine di favorire gli interventi caratteristici da parte degli enti cui è demandata la funzione di promozione, sviluppo e consolidamento delle cooperative e dunque al fine di promuovere la dimensione “di sistema” della finanza cooperativa. Uno sguardo ai dati di bilancio di CoopFond evidenzia, ad esempio, come nell’esercizio chiuso al 30 settembre 2012 gli interventi caratteristici, che hanno utilizzato in gran parte questi strumenti, sono stati superiori ai 30 milioni di Euro; il dato aggregato storico, dal 1994 ad oggi, degli interventi caratteristici per promozione, sviluppo e consolidamento di CoopFond supera i 300 milioni di Euro, cui devono aggiungersi i dati relativi alle partecipazioni stabili nelle finanziarie nazionali e regionali (per circa 150 milioni di Euro) che a loro volta hanno favorito gli interventi caratteristici delle stesse. La crisi economica e finanziaria e il correlato razionamento di credito, da un lato, accrescono la necessità, per le cooperative, di finanza di fonte non bancaria (ne è emblematico esempio il fatto che oltre la metà degli interventi caratteristici di promozione cooperativa dell’ultimo esercizio di Coopfond siano stati utilmente dedicati a sostegno di *workers’ buy outs*), e dall’altro lato, riducono, in prospettiva, la capacità di investimento futuro dei fondi mutualistici e delle finanziarie (il 2011, non a caso, è stato l’anno che ha fatto registrare la raccolta minima a titolo di contributo del 3% da parte di CoopFond, per un importo inferiore alla metà di quello del 2006 e inferiore al quarto di quello del 2001), rendendo di conseguenza strutturalmente insufficiente l’apertura delle cooperative ad un mercato del capitale solo “domestico” e (per così dire) “introverso”, riferito cioè essenzialmente ad

⁽³⁰⁾ V. CFI, *Relazione informativa sui prodotti*, 2013, accessibile su www.cfi.it.

istituzioni della finanza cooperativa. Sembrano dunque maturare, nell'attuale sfavorevole contesto economico, le condizioni di necessità — e non più solo di opportunità, come apparve, con felice intuizione, al legislatore del 2003 — per un più marcato utilizzo degli strumenti resi disponibili dal legislatore al fine di promuovere una migliore e più variegata composizione della struttura finanziaria delle cooperative con effettivo superamento dello storico isolamento delle stesse dal capitale finanziario e con conseguente affievolimento della loro troppo forte dipendenza dall'intermediazione bancaria.

Tre mi sembrano, in questa prospettiva, gli ambiti nei quali gli strumenti finanziari emessi dalle cooperative possono oggi assolvere ad una funzione di grande rilievo.

a) Anzitutto nella “messa in sicurezza” del prestito soci. La natura sostanzialmente “a vista” di questa voce della raccolta introduce, nella struttura finanziaria delle cooperative, un elemento di potenziale alta vulnerabilità dato il *mismatch* delle scadenze tra fonti finanziarie a breve e impieghi a lungo termine. Si tratta di un rischio che, pur presente da molti anni, per ragioni storiche e culturali è stato fino a tempi recenti nei fatti sostanzialmente modesto, in considerazione dell'alto grado di fidelizzazione esistente tra cooperativa e socio prestatore e, pertanto, in ragione dell'elevata stabilità della relazione di finanziamento dovuta al vincolo relazionale e sociale. La crisi economica ha tuttavia, a mio avviso, radicalmente modificato lo scenario: (i) vuoi riducendo (se non addirittura eliminando) la capacità di risparmio delle classi sociali di riferimento, rendendo anzi necessario per le stesse attingere a fini di consumo a parte delle risorse accumulate nel passato e destinate a prestito soci; (ii) vuoi innalzando in modo finora inconsueto i tassi di rendimento della raccolta a vista da parte delle banche, rendendo di conseguenza assai poco competitiva la remunerazione offerta dalla cooperativa; (iii) vuoi rendendo altamente illiquida una parte degli attivi della cooperativa (in tal modo aumentando ulteriormente l'incoerenza tra le scadenze di raccolta e impieghi) e altamente volatili gli investimenti, pur liquidi, di tesoreria; (iv) vuoi, infine, dissipando — in un generale contesto di forte sensibilità al rischio riferita sia alle banche, sia al debito sovrano — il sentimento di assenza di rischio nell'impiego in cooperativa. In presenza di queste nuove condizioni di mercato è la stessa sana e prudente gestione della cooperativa ad esigere, mi pare, che si proceda con adeguata tempestività all'allungamento di almeno parte delle scadenze del debito da prestito soci, utilizzando allo scopo gli strumenti finanziari di debito (nella forma anche di obbligazioni e cambiali finanziarie quali definite dal Decreto Crescita e dal Decreto Crescita *bis*). I dati storici di utilizzo del prestito soci evidenziano, d'altro canto, che la necessità concreta di rimborso sostanzialmente a vista del prestito soci è limitata ad una frazione percentuale non particolarmente

significativa; la conversione pertanto di una quota anche maggioritaria del prestito soci a breve in obbligazioni o titoli simili a medio e lungo termine, mentre consente alla cooperativa di adottare una strategia adeguata di gestione del rischio di liquidità, resta coerente con le aspettative dei soci e ne favorisce, al contempo, un miglior rendimento e l'ottimizzazione fiscale. A mio modo di vedere, peraltro, in questa azione di *restyling* del prestito soci andrebbe colta l'occasione per attribuire ad esso un grado di preferenza rispetto agli altri creditori chirografari della cooperativa. L'analisi economica indica infatti da tempo che, addirittura nel contesto bancario, l'attribuzione della natura privilegiata ai depositi può utilmente fungere non solo da complemento ma addirittura forse da sostituto del meccanismo di garanzia dei depositi. Poiché la raccolta mediante prestito soci presenta molti tratti comuni con la raccolta dei depositi sostanzialmente a vista ma è priva, per antica "miopia" del movimento cooperativo, figlia delle "gelosie" autonomistiche delle singole cooperative (che hanno fatto sempre cadere nel vuoto le voci di coloro che chiedevano, negli anni di crescita in cui vi sarebbero pur state le condizioni per attuarla, la centralizzazione di funzioni di garanzia essenziali per il sistema), di un fondo di garanzia, è questo un vero e proprio terreno di elezione per l'applicazione di questo principio. Peraltro, per quanto scelte contrattuali possano già conseguire almeno in parte questo obiettivo (se ne ha traccia anche nel recente concordato preventivo della Cooperativa Muratori di Reggiolo, ove i creditori da prestito soci sono stati costituiti in categoria a sé, antergata agli altri creditori chirografari), è questo un ambito nel quale l'intervento del legislatore sarebbe altamente auspicabile, di supporto e accompagnamento, mediante l'introduzione di una regola "statutory" di privilegio per il prestito soci, alla qui divisata "messa in sicurezza" della struttura finanziaria della cooperativa.

b) In secondo luogo, nell'attenuare la dipendenza delle cooperative dall'intermediazione bancaria. Perduta l'occasione di un ampio accesso diretto delle cooperative alla borsa e più in generale ai mercati regolamentati dei capitali (mediante la quotazione degli strumenti finanziari di capitale) nella fase di crescita ed espansione degli stessi che è perdurata fino al giugno 2007 (allorché "l'irrazionale esuberanza" degli stessi elargiva agli emittenti benefici ampiamente superiori ai costi di accesso al mercato), sembra oggi, in un contesto di andamenti depressi dei titoli di capitale, più appropriato concentrare l'attenzione sulla attenuazione (e miglior funzionalizzazione) dei limiti legali che nella sostanza se non impediscono certo ostacolano notevolmente, per gli alti "costi di transazione" e "compliance" che impongono, l'emissione e il collocamento presso il pubblico soprattutto di obbligazioni e altri strumenti finanziari di debito, anche quotati sui mercati regolamentati. L'obbligo di prospetto *secondo procedure standard* sembra infatti costituire un ostacolo legale significativo ad un più ampio

utilizzo del mercato del capitale di debito, tramite obbligazioni e titoli similari, da parte delle cooperative. Al contempo, peraltro, la cooperativa, per il valore sociale e relazionale espresso dalla mutualità e per la sua connaturata idoneità a promuovere, con l'autoaiuto, la formazione di nuovi posti di lavoro, esprime per sua natura una relazione "reward based" con finanziatori anche esterni e si trova pertanto in una posizione di oggettiva *diversità* rispetto all'impresa capitalistica che, come ha già autorizzato l'introduzione di significative deroghe al regime standard generale per il fenomeno del c.d. *crowdfunding* dall'art. 30 del c.d. Decreto Crescita-bis sulla scorta del c.d. Jobs Act nordamericano del 2012 ⁽³¹⁾ (c.d. *crowdfunding exemption* applicabile anche alle cooperative che presentino i requisiti indicati per le start up innovative) conduce ad introdurre, nel rispetto dei vincoli europei, un analogo regime semplificato e innovativo per le cooperative, sia per il mercato primario sia per il mercato secondario, anche mediante portali dedicati. Il legislatore è dunque chiamato qui, con urgenza, a fare la sua parte.

c) In terzo luogo, nelle purtroppo sempre più frequenti crisi del debito che interessano cooperative di grandi dimensioni della produzione e lavoro a me pare che si debba fare maggior utilizzo, sia in ambito di piani di ristrutturazione *ex art. 67 O 182-bis l. fall.* sia in sede concordataria, della conversione di parte del debito bancario in strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2526 c.c. E a me sembra che tale conversione possa avvenire anche senza aver preventivamente annullato il capitale soci operatori, giacché i creditori, per effetto della conversione, non subiscono una perdita permanente di valore del loro credito bensì una trasformazione del medesimo in una pretesa che, per quanto possa essere in ipotesi configurata anche di capitale di rischio, resta antergata nella partecipazione alle perdite al capitale soci operatori.

⁽³¹⁾ V. Consob, *Documento di consultazione e relazione preliminare sull'analisi di impatto, relativamente al regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali on line*, 29 marzo 2013, *passim*.

€ 18,00
024199283

ISBN 978-88-14-22141-5

